



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

国君海通合并，行业集中度或加速提升

2024年9月19日

分析师：

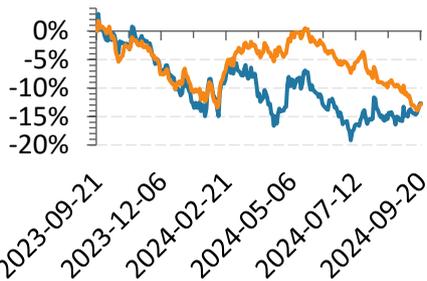
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

非银金融与沪深300指数涨跌幅走势图



— 非银金融(申万) — 沪深300

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

行业评级

强于大市

相关报告

- 1、交易端改革加速落地，证券行业预期改善
- 2、监管层积极求变，未来改革政策值得期待
- 3、投资端改革持续推进，落实“增强资本市场内在稳定性”要求
- 4、系列政策落实两会精神，改革举措持续落地

内容提要：

2024年9月5日，国泰君安证券与海通证券发布停牌公告，称两公司正在筹划由国泰君安通过换股方式吸收合并海通证券，并发行A股股票募集配套资金。

事件背景：1、**金融供给侧改革。**为解决行业分散度较高、加速双向开放进程，新“国九条”重申鼓励行业做优做强，优化行业竞争格局，提升行业集中度，是推动此次国泰君安与海通证券合并的关键推动因素。2、**上海金融国资布局优化。**国泰君安与海通证券均为上海国资企业，合并计划是上海金融国资布局优化的重要举措，可提升国资利用质效及服务国家战略的能效。

或产生的影响：1、对于两公司而言，静态加总下，截至2024年6月30日，资产规模为行业第一，合并后将呈现较大的资本优势，业务规模排名也有望提升，但未来整合后是否能实现优势互补及协同效应仍有待观察。2、对于行业而言，我们认为，在政策、市场及公司自身发展需求的推动下，我国证券行业新一轮并购整合窗口期已经开启，国泰君安与海通证券合并或同时成为里程碑与加速期。

投资建议：一是建议关注具有同一股东背景的券商，可关注具有同一股东背景券商的整合动态，如汇金旗下中金公司、中国银河、申万宏源；二是建议关注具有明确扩张意愿的中小券商，如积极落地扩张战略、业务快速成长的国联证券、浙商证券等。

风险提示：流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；国际地缘冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

事件：2024年9月5日，国泰君安证券与海通证券发布停牌公告，称两公司正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体A股换股股东发行A股股票、向海通证券全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券，并发行A股股票募集配套资金，股票9月6日起停牌，预计停牌时间不超过25个交易日。对此，我们点评如下。

1、事件背景

1.1 金融供给侧改革

为解决行业分散度较高、加速双向开放进程，监管层提出证券行业要高质量发展，做强头部。一方面，当前我国头部券商与国际顶流券商相比，无论在规模、专业程度、国际影响力等方面均仍有较大差距，另一方面，国家战略的支持需要能够承担更大责任、抵抗更大风险的综合型券商推动。

在此背景下，2023年10月30-31日的中央金融工作会议提出培育一流投资银行和投资机构，并明确机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石。为贯彻落实中央金融工作会议精神，11月3日证监会发声，表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。新“国九条”再次重申鼓励行业做优做强，优化行业竞争格局，提升行业集中度。

我们认为，政策是推动此次国泰君安与海通证券合并的关键推动因素，同时，作为新“国九条”后首单头部机构并购案例，事件将标志着我国新一轮金融供给侧改革的开启。

1.2 上海金融国资布局优化

国泰君安与海通证券均为上海国资企业。上海国资在国泰君安的前十大股东中持股比例合计为32.63%，其中上海国有资产经营有限公司持股21.35%，上海国际集团持股7.66%。上海国资在海通证券的前十大股东中持股比例合计约为29.18%，持股单位分别为上海国盛(集团)有限公司(6.6%)、上海海烟投资管理有限公司(4.86%)、光明食品(集团)有限公司(3.68%)，上海电气控股集团有限公司(2.63%)、申能(集团)有限公司(2.47%)、上海国盛集团资产有限公司(1.82%)、上海久事(集

团)有限公司(1.8%)等。

因此,国泰君安与海通证券的合并计划是上海金融国资布局优化的重要举措。此次两个头部公司的合并,是上海打造航母级投资银行的具体方案,将成为匹配其国际金融中心建设目标的。一方面,两个头部券商均是属于综合性券商,在客户资源、业务开展及核心竞争力等方面都有重合,合并将助力资源整合聚焦、降低恶性竞争,提升资源的高效利用;另一方面,两家券商合并后的市场覆盖率和市占率将进一步提升,对资本市场的服务能力有望得到突破,提高服务国家战略能效。在求同存异下,预计两家券商的合并将显著提升上海金融国资在资本市场上的运营效率。

2、并购影响

2.1 对于两公司影响

资产规模静态加总为行业第一。根据两家公司的半年报,2024年6月末,国泰君安总资产为8980.60亿元(上市券商第二),净资产为1680.96亿元(上市券商第三);海通证券的总资产为7214.15亿元(上市券商第五),净资产为1630.28亿元(上市券商第四)。合并后,对两公司指标进行加总,预计新公司总资产将达到16194.75亿元,净资产将达到3311.24亿元,超过目前排名第一的中信证券(总资产14950.12亿元,净资产2884.83亿元),呈现较大的资本优势。

业务规模排名有望提升。从各项业务来看,2024年上半年,国泰君安经纪、投行、资管、信用及自营收入分别为31亿元(行业第2)、12亿元(行业第3)、19亿元(行业第4)、10亿元(行业第4)、49亿元(行业第2);海通的上述五大业务条线收入分别为17亿元(行业第11),8.5亿元(行业第6),8亿元(行业第2),18亿元(行业第2)、18亿元(行业第12)。若对两公司各项业务进行静态加总,经纪、投行及信用业务收入规模都将成为行业第一名,资管与自营也排名行业前三。

整合效果待观察。近年来,海通证券在投行业务合规管理、海外业务等方面面临挑战,两公司的合并有望解决海通目前的困境,对于国泰君安而言,合并也能进一步提升市场竞争力。当然,两家公司在业务结构、合规风控、数字化转型、国际布局等方面各有特色与差异,未来整合后是否能够实现优势互补及协同效应仍有待观察。

2.2 对于行业的影响

国泰君安与海通证券合并或意味着新一轮证券行业“并购潮”到来。我们认为，我国证券行业并购整合窗口期已经开启。目前，政策方面，监管层多次强调“做优做强”、“培育一流投资银行和投资机构”，并规划2035年前要取得明显进展；证券行业方面，因逆周期调节及A股市场调整，行业业绩阶段性承压，行业估值底部震荡；公司方面，一方面，利息业务、投资业务的发展使券商对于扩大自身资产规模的诉求愈发强烈，另一方面，纵向并购事件中，券商能够迅速进入某一行业领域，实现新业务的布局与突破。因此无论是综合性券商还是中小券商，均具备较强的并购意愿，未来在政策及市场的推动下，预计相关并购交易案例将快速增长。

3、投资建议

一是建议关注具有同一股东背景的券商。监管思路持续扶优限劣，培育一流投资银行的政策或加速推进，建议关注具有同一股东背景券商的整合动态，如汇金旗下中金公司、中国银河、申万宏源。

二是建议关注具有明确扩张意愿的中小券商，如积极落地扩张战略、业务快速成长的国联证券、浙商证券等。

表 1: 重点公司估值情况

公司简称	收盘价（元） 2024年9月19日	EPS		PE		PB	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国银河	11.19	0.71	0.82	15.68	13.71	1.01	0.97
浙商证券	11.06	0.46	0.52	23.99	21.30	1.49	1.41
申万宏源	4.24	0.20	0.24	20.93	17.52	1.03	0.99
中金公司	28.73	1.08	1.27	26.70	22.64	1.36	1.30
国联证券	9.67	0.17	0.25	57.46	39.41	1.52	1.47
中国银河	11.19	0.71	0.82	15.68	13.71	1.01	0.97

注：上述公司2024-2025年EPS、PE、PB系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

4、风险提示

流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；国际地缘冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层